

国債の累積と金融制度

——中成長と金融制度(1)——

宮 田 美 智 也

目 次

はじめに

I 中成長と需要構造

II 中成長期における企業金融と金融機関行動

III 国債の大量発行と累積

IV 累積国債の流動化圧力と金融制度

おわりに

はじめに

1960年代経済成長政策（インフレーション政策）としての財政スペンディング政策をその目的が達成される範囲を超え，したがって蓄積余力を蚕食する規模で積極的に推進してきたのは，世界経済の中心国アメリカであった。それゆえ，アメリカは成長が停滞（失業率が上昇）する一方，物価上昇（インフレーション）が収まらないという，いわゆるスタグフレーション状況にもっとも早く（遅くとも70年には）追い込まれた。

しかも，そのようなアメリカの国内不均衡は国内的に国際不均衡と相互に関連し，さらにその国際不均衡は他国（日独）の国際不均衡とも相互に関連していた。国際不均衡とはこの場合，別稿で明らかにするような理由で，総合収支ではなく経常収支を基準とするそれであり，その国際的連関とはアメリカの経常収支赤字に対する日独のその黒字のことである⁽¹⁾。そして，そのような経常収支でみたアメリカの国際不均衡と日独のそれとの国際的連関の構造化が，金ドル交換制に基礎づけられた固定為替相場制度（IMF 体制）をき

しませ、変動為替相場制度を生み出したのである。

そのような経緯からして、変動為替相場制度はアメリカが国際均衡化を図ると同時に、いわゆるスタグフレーションを克服するのに役立たねばならない。日米間に関して具体的にいえば、つぎのように機能しなければならない。

すなわち、アメリカは国際不均衡状態（貿易赤字問題）を改善でき、国内均衡化（持続的な経済成長）のためにケインズ政策を行いうる余地を広げることができる。他方日本も景気対策として需要創出（内需拡大）政策を追求でき、貿易収支黒字の定着状況を緩和できる、こうである。しかも、その発足直後先進諸国には石油危機に見舞われ、共通して上述のような経済状況（いわゆるスタグフレーション状況）にあったうえに、貿易収支赤字要因として石油赤字を抱え込むことになったので、変動為替相場制度にはその国際不均衡調整作用をよりいっそう期待されることになった。

しかし、そのためには何よりも為替相場の乱高下は防止されねばならない。1975年11月サミット（先進諸国首脳者会議）が発足し、それが確認された。もって各国とも物価上昇に留意した持続的な成長を実現し、世界経済（先進諸国経済）をいわゆるスタグフレーション状況から脱却させることが共通目標とされたのである。

しかし、後に明らかにするように、変動為替相場制度の国際不均衡調整機能には現実的には限界があり、したがってそれを通じて国内均衡が達成されるようなこともなかった。言い換えると、70年代後半になっても日本の経常収支黒字（国際不均衡）は解消せず、国内均衡的にも（それ以前に比べて）物価問題はとにかく失業率の上昇は深刻であった。本稿はそのような70年代後半以降80年代半ばまでの日本経済に金融制度論の観点から接近していく。

ただし、以下では国内不均衡とそれにもとづく金融制度の変化に論点を絞り、国際不均衡問題との関連での考察は別稿に回す。つまり、たんなる金融制度的な変化を年次的に追うのではなく、対内外不均衡（資本蓄積）との関連でそれを論じるというのが本稿及び次稿の立場である。そのためにはまず対象の70年代後半以降について資本蓄積的に歴史的な段階規定を与えなければならない。

- (1)アメリカの経常収支（貿易収支）赤字が円、マルクに対してドルの売り投機が誘発される根拠となっていたところに、両者の関連（国際的連関）が見出される。

I 中成長と需要構造

1. 問題の設定

本節の目的は2つである。第1に上述のように、76年以後の日本経済に対し歴史的な段階規定を行うことである。景気循環論の視点に立たねばならない。その視点からは90年までの15年間を歴史的に括ることができ、そしていくつかの主要な経済指標に依拠して、それに中成長期という歴史的段階規定が与えられる。

第2はそこにおける需要構造（実体経済）の分析である。その高成長期とは異なる中成長期的な特徴を摘出し、そこから後続的に取り上げるべき問題を導き出す。問題とはさきに述べた変動為替相場制度の発足に託された世界経済の均衡回復（国内及び国際均衡の達成）のシナリオにかかわる。

2. 中成長への移行

ここでは76年から90年までの15年間は1つの景気循環を構成するとみる。第1次高成長が65年の証券恐慌で、また第2次高成長が73年後半からのインフレーションを伴った恐慌（74～75年）で終結したように、76年からの中成長はその間に中間景気を孕みながら80年代末のブームを生み、その崩壊（恐慌）で閉じられた。その後は90年代の低成長へと推移していく。

そのような日本経済の推移は第1図(1)の経済成長率の動きに歴然としている。趨勢線を水平線で引いてみるとわかるように、それは75年度及び90年度当たりで切れる3本の線になり、しかもそれら趨勢線は順次低下しているからである。それらはその間の単純平均値に相当するが、それぞれ75年度までは名目約15%（実質約9%）、90年度までは名目約7%（実質約4%）、それ以後は名目約1%（実質約1%）となる。そこにおける第1期が高成長期であり、第2図からはその区別はうかがえないが、それは高成長期としては第

1次と第2次に区分される2つの景気循環から構成されていた。そして、91年度以降の低成長に対し、76年度から90年度までは中成長期として歴史的に位置づけることができる。

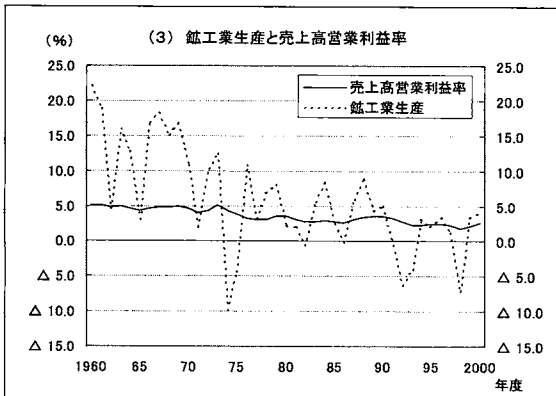
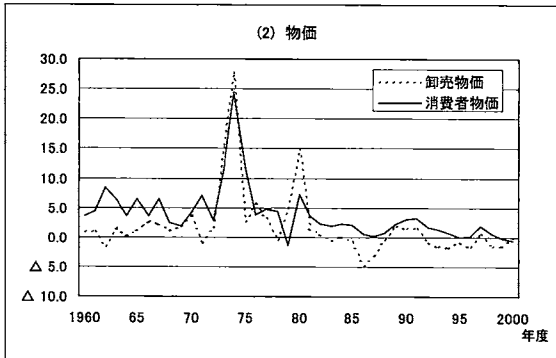
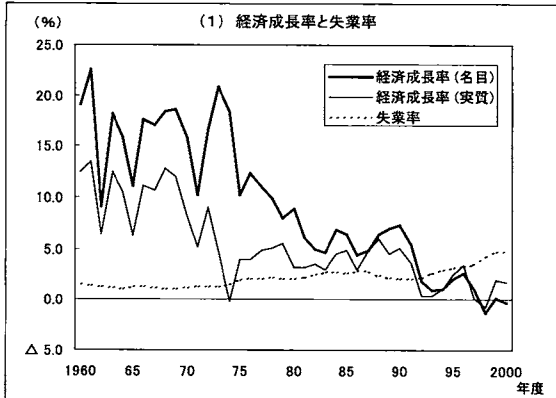
失業率の推移からも同じことが指摘できる(第1図(1))。すなわち、それは高成長期にはいずれも1%程度だが、76年度からはそれが2%台に乗り、80年代半ばにかけて3%に接近している。そして、91年度にかけて低下したものの2%を割ることはなく、その後上昇に転じて95年度から3%台になり、世紀末年度には5%に迫っている。80年代末から91年度にかけて失業率が低下したのは、すでに指摘したように、また後にも確認するように、80年代末が好況期だったことによる。失業率は総じて75年度までの1%台(高成長期)、90年度までの2%台(中成長期)、それ以後の4%台(低成長期)という3段階的に上昇していることが認められる。

ところで、前述のように失業率の上昇(「スタグネーション」)と物価上昇(「インフレーション」)の併存状況はスタグフレーションといわれていた。76年度以降失業率2%台の定着はそれ以前に比べれば一般に失業が深刻になったことを意味する。それでは、物価のほうはどうだったか。76年度以降の物価上昇はつぎのとおり高成長期におけるほど深刻ではなかったといえる(第1図(2))。

一般に卸売物価と消費者物価が乖離して動いている。卸売商品と小売り・消費財それぞれを生産する企業の生産性上昇率に格差があるためであり、国民所得の再分配メカニズムとして機能していた⁽²⁾。換言すると、経済成長(生産性の上昇)によって増加する付加価値(所得)の国民的な平準化メカニズムであり、成長率の低下につれてその乖離幅は縮小する。

すなわち、それは高成長の末期的現象であった73年度～74年度の真性インフレーションが起きる72年度までの高成長期にもっとも大きい。たしかに中成長期に属す76年度～78年度にも乖離幅は一見大きい。しかし、たとえば同じように不況の年次に当たる(高成長期の)62年度～63年度に比べると、その幅は半分ぐらいにすぎない。80年度は第2次石油危機の影響がみられるので別として、それ以後も高成長期よりも狭い幅で推移して、その傾向が88年度～89年度で閉じられた後、低成長期の90年代には年次が進むにつれて両物

第1図 主要経済指標



出所 大蔵省編『財政金融統計月報』各号；日本銀行編『経済統計年報』各年報；総理府統計局（総務庁統計局・総務省統計局）編『日本統計年鑑』各年。

価の乖離幅はさらに縮小している⁽³⁾。それは国民所得の再分配メカニズムが働く余地が狭隘化していくということであり、1人当たり国民所得の伸びの停滞に帰結する。

さて、以上観察してきたような成長の歴史的な段階的な変化は、もう1つ、鉱工業生産と売上高営業利益率の動向(第1図(3))からもみて取れる。すなわち、まず鉱工業生産の伸び率をみると、高成長期に当たる70年代前半まではその変動の振幅が大きいことが明らかである。おおよそ10%程度が平均値であり、それが高成長期の伸び率といえる。そして、その末期(74年度、75年度)に歴史的にいわば不連続的ともいえるほどの低下を示した後には、平均的に4～5%を中心とした伸び率

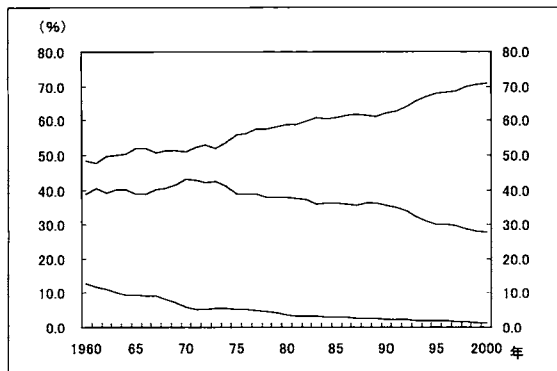
に変わり、しかもその変動幅は前段階よりも狭くなっている。つぎの変わり目は91年度以後である。それから3年度連続でマイナスの伸び率に陥り、全体としてはそれは0%かマイナスの水準で推移している。売上高営業利益率も75年度までは4%台後半、90年度までは3%程度、それ以後は2%に段階的に低下している。

以上のように、マクロ経済指標は共通して日本経済が3段階的に資本蓄積的な成熟度を増してきたこと(その構造の変化)を物語っている。それでは、そのような変化は産業構造(国内総生産の産業別構成比)上にはどのように現れているか。第2図はそれを示している。

75年度あたりまでは第1次産業の構成比は辛うじて5%台、第2次産業のそれも40%台にとどまっている。しかし、前者は80年代半ばには2%台、そしてその10年後からは1%に低下している。後者の第2次産業の構成比は90年代に入って30%台の前半になり、97年度からは30%を切る。したがって、その高成長期の比重が40%だったとすると、中成長期のそれは35%、低成長期のそれは30%といえることができる。他方、第3次産業の構成比について趨勢線を引いてみると、それはそれぞれ50%、60%、65%当たりがそれになることがわかる。

第1次産業は高成長期にはすでに重点産業としての地位を失っていたが、中成長期が終わるまでに第3次産業は第2次産業に代わって重点産業に成り

第2図 産業構造の変化



出所 総務省統計局編『第52回 日本統計年鑑』2002年。

上がったのである。経済のサービス化といわれることであり、クラークの法則あるいはペティの法則が日本でも観察されるということである。なお、産業構造上とりわけ90年代以後の第2次産業の構成比の低下については、後述のように(第

1次)石油危機を機に製造業で進められてきた知識集約化あるいは高付加価値化の結果であり⁽⁴⁾、それによって国民経済全体の生産性の向上が果たされていることを付言しておく。

3. 需要構造⁽¹⁾ ——需要要因の分析——

中成長期における国内総支出の構成比を高成長期のそれと比べ、需要の要因分析からその特徴を摘出することが本項の目的である。第1表はそれを5年度ごとに平均したものである⁽⁵⁾。以下ではそこにおける中成長期の76年度～80年度を第1期、81年度～85年度を第2期、86年度～90年度を第3期とよぶことにする。それら3期への区分は決して便宜的なものではない。需要構造論的に意味があることは後にわかる。

まずは最大の需要項目の個人消費支出に注目しよう。それは構成比としては3期を通じてほぼ同規模で推移している。しかし、その数値は第1次高成長期前半のそれとほぼ同じであり、高成長期全体を見渡した場合、やや高めといわねばならない。他の需要項目の比率が低下したからにはほかならない。それは民間設備投資である。第3期にやや回復をみせているものの、第1期、第2期と15%前後に落ち込んでいる。

民間設備投資の比重が15%を割ったのは、単年度でみても58年度(14.7%)と75年度(13.8%)だけである。前者はいわゆる神武景気後の「なべ底景気」の年度であり、後者は第2次高成長が最終的に破綻した(恐慌の)年度であった。15%台になったのも敗戦後経済からの脱却後の初年度に当たる56年度(15.2%)と、第1次高成長の最終的挫折を印す証券恐慌に見舞われた65年度(15.3%)にすぎない。それが16%台を回復するのは85年度、そして87年

第1表 国内総支出の構成比

(単位：%)

項目 年度	個人消費 支出	民間資本形成			政府支出		経常海外余剰		合計
		企業設備	在庫投資	住宅投資	消費支出	資本形成	輸出等	輸入等(控除)	
1976～80	58.1	14.7	0.6	6.8	9.8	9.5	12.6	12.2	100
1981～85	59.3	15.3	0.4	5.1	9.8	8.0	14.4	12.4	100
1986～90	57.9	17.7	0.5	5.7	9.3	6.7	10.6	8.4	100

注 5年度ごとの年平均

出所 前掲『財政金融統計月報』第513号(1995年1月)「主要経済指標」(折り込み)。

度以後であり、平均的にみて、とくに76年度からの10年間、需要要因としての民間設備投資の役割がいかに低下したかがわかる。

しかし、以上のように第1期及び第2期には国内総支出に占める構成比が低下した設備投資も、第3期には高成長期に近い水準を回復している。単年度でいえば87年度以後の4年間なのだが、なかでも89年度と90年度にはそれは18%を越える比率に達している。かつてそれが18%を越えたのは60年度～64年度、67年度～71年度及び73年度であった。第3期が中成長期における好況期であり、しかも設備投資がそれを牽引したことがそこには示唆されている。後に確認する。

つぎに政府支出に視点を進める。円切り上げの外圧に抗して積極的な財政政策が展開され出した71年度以来高まった政府支出の構成比は、第1期の80年度まで（単年度でみると82年度まで）持続し、第2期には70年度以前の水準に回帰（低下）していることがわかる。その第1期には恐慌後の不況のもと、上述のように民間設備投資のそれが大きく低下するなかで、公的需要の創出が求められたことを示唆している。事実、後述することだが、その要求は内発的であるだけでなく、別稿で論じるとおり日米独経済の機関車論（76年11月）にもとづき海外からも厳しく出されたのであり、それに応えた結果であった。

それでは、つぎの第2期に政府支出の構成比が低下しているのはなぜか。設備投資の構成比の回復は同期においてもすでに指摘したとおりはかばかしくなかったから、第1期の伝でいけば、その高水準は維持されるはずである。それが下がったのは、後節で論じるような理由で第1期におけるような財政拡大政策に抑制がかけられ、他方次段で指摘するように外需（財貨・サービスの純輸出）の比重が上がったからである。そして、第3期には設備投資と外需の構成比が高まるのに応じて、政府支出のそれはさらに低落した。

残るのは外需である。財貨・サービスの純輸出を算出すると、3期を通じてプラスとなる。その本体は貿易収支だから、それは貿易収支黒字（及び経常収支黒字）の基調化の現れである。**第2表**はそれを実証している。たしかに79年度には貿易収支赤字が、また同年と翌年には経常収支赤字が記録され、単年度でみた外需の国内総支出に占める構成比も79年度と80年度はそれ

第2表 日本の国際収支

(単位: 億ドル)

項目 年度	経常収支		資本収支		誤差脱漏	総合収支
		うち貿易収支		うち長期資本		
1976	46.8	111.5	△12.0	△16.1	△2.3	32.5
77	140.0	203.4	△29.0	△24.4	10.5	121.5
78	118.5	205.4	△147.4	△163.0	5.9	△23.0
79	△138.5	△24.4	△54.4	△103.2	3.4	△189.5
80	△70.1	67.7	74.6	27.0	△8.3	△3.8
81	59.3	203.6	△158.4	△149.3	20.5	△78.6
82	91.4	201.4	△150.3	△118.8	39.1	△19.9
83	242.3	345.5	△221.4	△208.0	3.2	24.2
84	370.2	456.0	△570.0	△542.0	54.4	△145.4
85	550.2	616.0	△746.5	△731.8	40.3	△156.0

出所 前掲『財政金融統計月報』第423号(1987年7月)。

それ△1.4%, △0.4%とマイナスとなる。しかし、それは第2次石油危機の影響であり、ここで重要なことは、その貿易収支赤字がわずか1年で克服され、翌80年度の経常収支赤字も前年度のそのほぼ半額に縮小し、第1期としてみれば外需の構成比もプラスとなる事実である。しかも、それはそれ以後は年々上り、84年度～88年度の5年間でみると、年度平均3.1%にもなる。なお、長期資本収支が80年度を例外としてとくに78年度以降大幅の赤字を示しているが、それは対外直接投資の増加(その第2波)の現れである。後述するところである。

4. 需要構造(2) ——成長要因の分析——

中成長期の需要構造はそれを需要の要因分析的にみると、以上のような特徴が指摘できる。つぎに第3表の「経済成長寄与度」にもとづき、それを成長の要因分析の視点からみてみよう。

第3表については、2つの注意事項がある。1つは技術的なことだが、そこに示された「寄与度」は各需要項目について(当年度の対前年度増加額/前年度の国内総生産額)×100で計算される国民経済計算上のそれとは異なることである。それは当年度の国内総生産の対前年度増加額に対する各項目の寄与度を示している。もう1つは需要要因としての構成比の高さは必ずし

第3表 「経済成長寄与度」

(単位：%)

年度	項目 個人消費 支出	民間資本形成		政府支出	経常海外 余 剰	合 計
			うち企業設備			
1976	62.3	18.3	6.5	12.5	6.9	100
77	56.8	6.2	4.5	25.9	11.1	100
78	61.2	20.5	15.6	25.2	△6.9	100
79	73.1	43.9	28.2	16.2	△33.2	100
80	52.6	64.0	22.3	15.8	△32.4	100
81	58.0	4.1	9.8	16.6	21.3	100
82	86.9	4.5	4.1	6.0	2.6	100
83	70.0	△2.7	12.4	7.0	25.7	100
84	45.4	31.0	26.3	7.6	16.0	100
85	51.4	35.9	30.2	△0.2	12.9	100
86	53.0	7.9	4.7	19.1	20.0	100
87	55.7	56.7	24.3	14.1	△26.5	100
88	49.9	52.4	40.5	5.6	△7.9	100
89	53.6	44.2	36.7	15.7	△13.5	100
90	48.2	38.0	33.0	16.8	△3.0	100

出所 第1表に同じ。

もそのまま「成長寄与度」には現れないということである。前者は各年度の国内総支出における他の項目との関係を表すのに対し、後者は国内総支出の対前年度増加額に対する各項目の対前年度増加額との関係を示すものだからである。つまり、ある項目についてある年度に前年度増加がみられても、それがその前年度における対前年度増加額よりも小さければ、その項目のその年度における「成長寄与度」はマイナスとなる。

さて、まず第1期についてはその前半の成長要因は政府支出、後半のそれは設備投資に明確に分かれる。前者は日米独経済の機関車論にも押されて財政スペンディングの拡大（内需振興）が図られた結果である。後にも言及することだが、第1期における財政支出の対前年度伸びをみると、77年度がもっとも高く19.0%に達している（76年度13.6%、78年度13.3%、79年度14.2%、80年度11.9%）。それに対し、設備投資がその後半に成長要因として浮上りてき、その「成長寄与度」が79年度、80年度と高成長期並みの高さになって

きたのは、「減量経営」推進⁽⁶⁾の現れであり、それが第2次石油危機によってさらに拍車をかけられたからであった。

そして、その結果、さきに指摘したように、石油危機（第2次）の影響から79年度に63年度以来久し振りに貿易収支赤字に陥ったものの、とくに自動車、電子関連機器生産の分野では対外競争力が増強され、それらの輸出激増が本体となって、翌年度には貿易収支は黒字を回復し、81年度以後はそれも大幅になる。別稿で扱うように、それはアメリカのドル高（容認）政策のもとで進んだ円割安化を背景としていたが、アメリカやECとの間で貿易摩擦の激化を引き起こしつつ、すでに指摘したように需要要因としての外需の役割を増大させる。それは後にも論及するが、81年度以後の第2期を通じてもっとも重要な成長要因として働く（とりわけ81年度、83年度及び86年度）。

他方、その石油危機は外需の「寄与度」を大幅なマイナスに陥れた。78年度の財貨・サービスの輸出入差額は黒字（貿易収支も205億ドルもの黒字）だったが、前年度のそれを下回り、また79年度と80年度のそれは連続的に赤字だった（貿易収支は79年度24億ドルの赤字、80年度68億ドルの黒字）から、外需の「寄与度」は3年連続して、しかも79年度と80年度は大幅なマイナスとなった。

しかし、81年度には貿易収支黒字も204億ドルに回復し、以後一方的に増加するとともに、財貨・サービスの純輸出額も第3期に入る（86年度）まで連年度増加していく。設備投資の成長への寄与が一服した第2期にあって、外需は一転して主要な成長要因となる。同期の成長は外需にリードされたと特徴づけることができる。

ところが、第3期になると（87年度以降）、外需の「成長寄与度」はマイナスに転じる一方、第2期後半から第3期を通じて（「円高不況」に直面して政府支出の「寄与度」が上がった86年度を例外として）設備投資の「寄与度」が上昇し、その高さと連年度性は高成長期（第1次及び第2次）を上回っている。それが同期の成長（好況）を主導したことがわかる。なお、第3期に外需の「寄与度」がマイナスになったのは、財貨・サービスの純輸出額が年度ごとに低下したためであり、それ自体がマイナスになったからではなかった。外需の第3期における需要要因としての構成比が2.2%にも上って

いたとおりである。

5. 需要構造(3) ——総括と問題提起——

76年度から90年度までの15年間の日本経済の需要構造（実体経済）を2つの視点から概観してきた。以上のとおりである。そのうち（好況期に当たる第3期は除き）第1期と第2期のほぼ10年間（不況期）に対象を限定してみると、そこからつぎの2つの特徴と問題を引き出すことができる。

第1に政府支出の需要要因及び成長要因としての役割に関してである。それが認められたのはほぼ第1期（後者に限れば、その前半のみ）に限られ、全体としていえばそれは控え目であった。第1期、第2期が共通して不況過程にあったとすれば、その両要因としての政府支出への期待は高まるはずではないのか。なぜそうならなかったのか。それは国内均衡政策（経済成長政策）としての財政スペンディング政策に制約がかかったことを意味する。変動為替相場制度への移行はその拡大余地を広げるはずだったのではないか。高成長（第1次、第2次）の延命に財政膨張政策がとられてきたのはすでに検証したとおりである。財政支出に光りを当て、その理由を探り出さねばならない。

それでは、日本の国際不均衡（経常収支の黒字定着）調整に対し変動為替相場制度はいかに機能したのか。第2の特徴はこの問題にかかわる。すなわち、政府支出とは反対に、外需が対象期間全体を通じて需要要因として、また第2期には主たる成長要因に成り上がったことが、第2の特徴だからである。その本体は貿易収支黒字であるから、前者の事実とはほぼその間貿易収支黒字が続いたこと、また後者の事実はその額が第2期には増加し続けたことを含意している。変動為替相場制度が果たすとされた国際不均衡調整は現実的にはみられず、そのような見方は現実によって疑問符をつけられたことになる。日本の貿易収支黒字の定着は国際的な経済摩擦を呼び起こさずにはないであろう。世界経済（アメリカ経済）は国内的にも不均衡（スタグフレーション）状況にあったからである。そこにも視角を向けねばならない。

以上のように需要構造分析的に導き出された2つの問題は、中成長期の金融制度のあり様に深くかかわってくる。高成長期の金融制度は金利規制、金

融業務規制及び金融の内外分断規制に特徴があったが、第1の問題は前2者の、そして第2の問題は最後者の緩和へと連なっていくからである。しかし、それらに直接取りかかる前に、次節では中成長期への移行に伴う企業金融の変化、そしてそれへの金融機関の対応について一瞥しておく。第1の問題は以下の3項及び4項で、また第2の問題は別稿でそれぞれ詳論される。

- (2) 宮田美智也「日本銀行信用と資本蓄積」『金沢大学経済学部論集』第24巻第1号(2003年11月)12-13ページ(注(4))。
- (3) しかし、90年代(とりわけその後半以降)のそのような物価動向は低成長によるだけではない。別稿で詳論するように、企業の東アジア進出によって日本経済の再生産構造が中成長期までの国内完結型のそれから東アジアを包摂したものへと変化したこと(逆輸入の増加)が新たな要因として加わった。
- (4) 製造業の国内総生産に占める割合の内訳を60年から2000年についてみると、軽工業は44.2%から34.4%へ、重化学工業は55.8%から65.6%へと移り変わり、後者のなかも素材型産業から加工組立型産業への重点移行がみられる。すなわち、機械類(一般機械、電気機械、輸送用機械、精密機械)に分類される加工組立型産業の構成比は、25.5%から40.2%に上伸している(経済企画庁編『国民所得統計年報』昭和50年版、484ページ;同『国民経済計算』平成15年版、209ページ)。
- (5) 以下で言及する単年度の数字も第1表の出所と同じである。
- (6) 中成長期への歴史的な転換に直面した企業は、いわばヒト、モノ、カネの3側面でコストの削減に乗り出した。それが「減量経営」とよばれたのだが、具体的には雇用の削減、投入原材料の原単位の向上、金融費用の削減がその目標とされた。

雇用の圧縮が図られた背景として、73年後半から74年第3四半期にかけて賃金と物価の悪循環に陥ったものの、アメリカとは違って所得政策が発動されることもなく、賃金コストが増嵩してきていたことが指摘できる。経営危機を訴える経営陣に対して労働組合側も抵抗せず、それを受け入れざるをえず(「春闘の終焉」)、所得政策の実がもたらされたが、失業率が2%台に上昇し、定着した。

投入原材料の原単位の向上はとりわけ原油価格の高騰(第1次石油危機)に対して促進された省エネルギー(「省エネ」)行動として知られていることである。製造業の中心は石油依存度の高い素材型産業からそれが低くて付加価値の高い加工組立型産業に移行し、そこでは生産の徹底的な効率化(ICやコンピューターを軸とした生産技術の改良、それらの各種応用)が追求され、80年代に入って実現されるME技術革新の基礎が築かれる(くわしくは、井村喜代子『現代日本経済論 新版』(有斐閣、2000年)314-319ページ参照)。

金融費用の削減行動については後述する。

II 中成長期における企業金融と金融機関行動

1. 問題の設定

国民経済計算上の国民総支出というまでもなく個人、法人企業、政府及び海外の各経済部門の消費＝貨幣支出（貨幣の産業的流通）を総括したものであり、それゆえに実体経済の動きを総括的に表す。貨幣収入が支出を下回る部門では剰余を抱える部門から調達して（貨幣の金融的流通）、その消費＝支出はなされねばならないが、それが行われた結果である。したがって、海外部門ではたとえば対外収入（財貨・サービスの輸出等）が対外支払（その輸入等）よりも多い場合には、海外から貨幣を調達して、その差額に相当する財貨・サービスが消費されたものとみなされる。

つまり、前節で明らかにされた（実体的な）需要構造を貨幣流通の視点からみると、各経済部門間の貨幣の金融的流通（その調達と運用）関係が浮かび上がってくることになる。それを国民的に総括したのが資金循環勘定における「資金過不足」にはかならない。第4表はそれ（4部門の資金調達額と運用額の差額）を国民総生産と対比したものである。

個人部門が一貫して資金余剰部門であることはいうまでもないとして、前節との関係では3点が指摘できる。まず法人企業部門は中成長への移行を機に資金不足（投資超過）を大幅に減少させている。第1期と第2期に需要要因としての民間設備投資が盛り上がり欠いていたとおりである。その第3期に資金不足がやや膨らんでいるが、それはそこには好況期が含まれているからであった。

第2に、公共部門では第2次高成長期後半から資金不足幅が大きくなり、中成長期には高成長期の法人企業部門ほどの資金不足に陥っている。財政支出の拡大に対する税収の不足、財政の赤字を反映している。国債の大量発行が続き、累増してくることになる。次節で討究する。

第3は海外部門も資金不足が続いていることである。これは経常収支尻を相手国の立場からみたものであり、経常収支黒字が続いたことを意味している。経常収支黒字を国際不均衡として海外から厳しく批判される日本の姿は、ここではこのように現れる。別稿で取り上げる。

本節はそれらのうち第1点、すなわち中成長期にあつて「資金不足」を減少させた法人企業部門に焦点を当て、その資金調達の変動とそれに対する金融機関の対応を検討する。

2. オーバー・ボローイングの解消と金融機関貸出の変動

高成長期における企業金融の特徴はオーバー・ボローイングであつた。しかし、中成長期に入ると、第5表に示されているとおり、企業部門の金融機

第4表 経済各部門別資金過不足 (対名目 GNP 比率) (単位: %)

部門 年度	個人	法人企業	公共	金融	海外
1966~76	8.5	△6.5	△2.2	1.0	△0.8
71~75	10.2	△6.8	△4.1	1.1	△0.4
76~80	10.0	△2.8	△7.7	0.8	△0.3
81~85	10.2	△2.6	△6.1	0.4	△1.9
86~90	8.9	△5.0	△0.6	0.7	△2.6

出所 前掲『経済統計年報』各年報。

第5表 企業の資金源泉の構成比 (単位: %)

項目 年度	内部資金	外 部 資 金			合 計
			借入金	有価証券	
1975	36.8	63.2	55.3	10.4	100
76	43.1	56.9	49.3	6.3	100
77	52.6	47.4	42.6	6.7	100
78	59.6	40.4	31.4	6.4	100
79	58.2	41.8	31.7	8.2	100
80	50.9	49.1	41.2	5.9	100
81	49.0	51.0	45.5	8.4	100
82	57.7	42.3	35.8	6.5	100
83	60.2	39.8	34.4	5.3	100
84	60.3	39.7	33.7	6.7	100
85	59.6	40.4	33.0	6.4	100

注 外部資金の内訳にはその他対外借入等があるため、その合計は内訳とは一致しない。

出所 日本銀行調査統計局編『国際比較統計』昭和56年6月、昭和58年6月。

関借入金への依存度は低下し、有価証券形態での資金調達がほぼ一定の比率で推移しているなか、内部金融の比率が高まっている。言い換えると、調達資金の半分程度がそれ以上をも借入金に依存するというようなオーバー・ボローイング状況は解消されている。歴史的にみた中成長期のうち第1期と第2期は、その間に中間的な景気の盛り上がりがあったとしても、景気循環的には不況過程にあり、企業も行動様式に変化（前述の「減量経営」の追求）を求められ、金融上も費用（資本コスト）が切りつめられた結果であった。

それは借入金の比重そのものを低下させただけでなく、低コストによる資金調達を促し、その調達ルートを多様化させる。大企業に限ったものだが、**第6表**はそれを示している。そこにおける注目点は（本邦）株式の比重が高まっていることと、外貨調達が増え出していることである。**第7表**はその後者の事実を有価証券による資金調達について証明している。そのような外貨調達の増加は73年末に外貨債発行の許可が再開されたことに始まり、その後は後で取り上げる金融自由化（国際化）の進展に後押しされた（ただし、為替相場の変動に応じてそのウエイトが大きく動くことは避けられない）。前者は70年代前半から根づきつつあった時価発行増資が盛んに行われた（**第3図**）結果である。増資プレミアムは内部金融の源泉ともなる。

以上のような企業の資金調達行動の変化は当然その金融資産運用にも現れる。しかし、それは後節で論じる。ここでは企業のオーバー・ボローイングの解消と資金調達ルートの多様化という前段の論点を受けて、銀行に目を転じる。それは中成長期に入るとともに企業（とくに大企業）の「銀行離れ」が始まっていることを意味するが、それは銀行次元ではどのように現れるのか。

まず端的に貸出の伸びが停滞する（**第8表**）。都市銀行の場合でいえば、高成長期ではそれが1桁台になったことはなく、もっとも低い年度でも10%台（74年度）、つぎは12%台にとどまっていた（65～67年度）⁽⁷⁾。第2に貸出先の比重の変化に現れる。しかも、この変化は2重に現れる。まず**第9表**にみられるように、製造業への貸出の比重が低下して、中小企業の多い不動産業、サービス業及び個人向け貸出のそれが上がってくるという変化である。その背後には産業構造の変化（**第2図**）がある。そのためにそこにはもう1

第6表 大企業の外部資金調達ルートの多様化 (増減額構成比) (単位: %)

	1970～74年 平均	75～79年 平均	80～84年 平均	81年	82年	83年	84年
外部資金調達	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
借入金	83.9	63.8	60.4	69.0	63.1	45.4	43.4
円価借入	82.5	60.7	48.8	54.5	50.0	24.4	39.7
インバウンド・ローン	1.4	3.1	11.6	14.5	13.1	21.0	3.7
社債	5.9	17.7	13.2	6.9	14.7	21.9	20.3
国内債	6.0	13.7	3.4	4.2	4.7	△1.0	1.9
外債	△0.1	4.0	9.8	2.7	10.0	22.9	18.4
株式	10.2	18.5	26.4	24.1	22.2	32.7	36.3
本邦株式	10.2	17.9	25.1	22.2	20.8	31.2	35.7
DR	0.0	0.6	1.3	1.9	1.4	1.5	0.6
円による調達	98.7	92.2	77.3	80.9	75.5	54.7	77.3
外貨による調達	1.3	7.8	22.7	19.1	24.5	45.3	22.7

注 1) 大企業、全産業ベース。

2) 借入金及び社債の内訳、並びに株式については大蔵省『国際金融局年報』等から推定。

3) 株式には転換社債からの株式転換分を含む。

出所 日本銀行「昭和59年の金融および経済の動向」(同『調査月報』昭和60年5月) 29ページ。

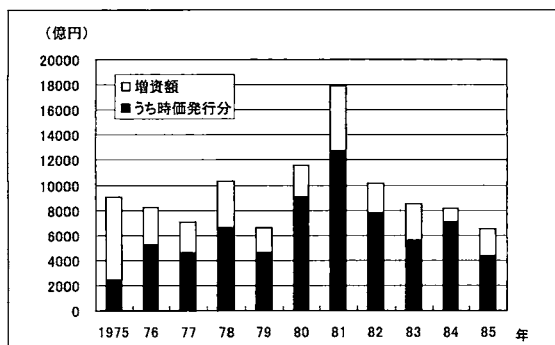
第7表 企業の証券市場を通じた資金調達 (単位: %)

年度	項目	国内市場	海外市場	合計
1975		84.7 (79.4)	15.3 (20.6)	100 (100)
76		81.7 (76.9)	18.3 (23.1)	100 (100)
77		83.2 (79.2)	16.8 (20.8)	100 (100)
78		82.2 (74.1)	17.8 (25.9)	100 (100)
79		75.5 (69.2)	24.5 (30.8)	100 (100)
80		74.0 (61.5)	26.0 (38.5)	100 (100)
81		72.0 (61.9)	28.0 (38.1)	100 (100)
82		63.8 (52.4)	36.2 (47.6)	100 (100)
83		54.7 (44.9)	45.3 (55.1)	100 (100)
84		52.5 (45.5)	47.5 (54.5)	100 (100)
85		49.8 (44.3)	50.2 (55.7)	100 (100)

注 カッコ内は株式を除き、社債(転換社債、事業債など)のみでみた構成比。

出所 大蔵省編『第24回大蔵省証券局年報』昭和61年版 8 ページ (別表 3)。

第3図 時価発行増資の状況



出所 第7表に同じ。

めるシェアで見ると、82年のそれは都市銀行31.9%、長期信用銀行・信託銀行9.7%に対し、中小金融機関（地方銀行・相互銀行・信用金庫）58.4%だが、84年にはそれぞれ39.8%、16.0%、44.2%となっている⁽⁸⁾。

第3の変化は株式保有の高い伸び率の持続である（第8表）。保有有価証券のうち国債についての数値にはⅣ節で実証するような売却制限の緩和が反映されている。それに対し、銀行の株式保有は貸出の伸び率（全国銀行、都市銀行とも平均約10%）よりも高い伸び率（全国銀行は平均13%、都市銀行

つの変化が含まれることになる。

すなわち、大手銀行もまた中小企業向け貸出や消費者信用に積極的にならざるをえなくなり、その分野から中小金融機関が押しのけられる。中小企業向け貸出の年間増加額に占

第8表 銀行の貸出及び有価証券保有の対前年増加率

(単位：%)

項目 年	貸 出		有 価 証 券		う ち 国 債		う ち 株 式	
1975	11.5	10.9	21.6	15.4	159.7	151.0	9.3	8.0
76	11.2	10.5	26.4	25.2	121.2	181.7	10.3	8.8
77	9.6	8.5	20.2	16.0	44.2	39.9	12.9	9.9
78	10.5	9.7	21.5	19.8	45.4	41.7	13.8	10.0
79	6.5	6.1	10.9	5.5	3.3	△5.1	20.5	20.8
80	7.2	7.1	6.8	3.5	△2.1	△13.6	15.3	16.2
81	10.8	10.5	8.4	3.8	2.7	△5.7	15.3	14.7
82	10.9	10.5	5.0	1.6	0.5	△5.7	11.6	11.9
83	11.1	10.7	7.8	8.1	6.8	10.4	10.9	10.4
84	13.0	12.1	7.0	5.0	△1.9	△3.6	13.4	14.1
85	12.7	14.2	10.0	9.8	△1.7	△2.1	10.2	10.8

注 各項目の左側は全国銀行、右側は都市銀行の数値。

出所 前掲『経済統計年報』昭和57年、昭和63年。

第9表 全国銀行貸出残高の業種別構成比

(単位：％)

項目 \ 年末	1965	70	75	76	77	78	79	80	81	82	83	84	85
製造業	48.3	44.7	37.8	36.9	35.9	33.5	31.9	32.0	31.6	30.6	28.9	27.4	26.1
建設業	5.5	4.7	5.9	5.9	5.8	5.8	5.6	5.4	5.4	5.3	5.5	5.6	5.7
卸・小売業	27.7	28.8	25.7	26.4	26.6	26.0	26.1	25.5	24.8	24.4	23.7	23.1	22.1
不動産業	2.3	3.8	6.2	5.8	5.7	5.9	5.8	5.6	5.7	6.0	6.4	6.9	7.7
サービス業	3.6	4.5	5.5	5.5	5.7	6.2	6.7	6.8	7.3	7.9	8.9	9.7	10.1
個人	1.9	4.2	7.9	8.8	9.7	10.6	11.2	11.3	11.0	10.4	9.9	9.4	9.2
その他	10.7	9.3	11.0	10.7	10.6	12.0	12.7	13.4	14.2	15.4	16.7	17.9	19.1
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

出所 前掲『経済統計年報』各年報。

第10表 株式所有者別分布 (構成比)

(単位：％)

項目 \ 年度	政府・地方 公共団体	金融機関	投資信託	証券会社	その他の 国内法人	個人	外国人	合計
1975	0.2	34.5	1.6	1.4	26.3	33.5	2.6	100
76	0.2	35.1	1.4	1.4	26.5	32.9	2.5	100
77	0.2	35.9	2.0	1.5	26.2	32.0	2.3	100
78	0.2	36.6	2.2	1.8	26.3	30.8	2.1	100
79	0.2	36.9	1.9	2.0	26.1	30.4	2.5	100
80	0.2	37.3	1.5	1.7	26.0	29.2	4.0	100
81	0.2	37.3	1.3	1.7	26.3	28.4	4.6	100
82	0.2	37.7	1.2	1.8	26.0	28.0	5.1	100
83	0.2	38.0	1.0	1.9	25.9	26.8	6.3	100
84	0.2	38.5	1.1	1.9	25.9	26.3	6.1	100
85	0.2	39.3	1.4	2.1	25.6	25.4	6.0	100

注 1) 対象は上場会社で、85年現在1834社。

2) 外国人は外国法人を含む。

出所 前掲『経済統計年報』昭和61年。

は平均12％)で増加している。それが第10表にみられるような金融機関の保有株式比率の上昇に現れる。85年度には上場株式のほぼ4割が金融機関に保有されることになった。

(7) 日本銀行編『経済統計年報』昭和49年(昭和50年版)73ページ。

(8) 日本銀行「昭和59年の金融および経済の動向」(同『調査月報』昭和60年5月)32ページ。

Ⅲ 国債の大量発行と累積

1. 問題の設定

変動為替相場制度への移行は70年代後半以降日本の経常収支黒字の是正に貢献し、国内均衡化（雇用の創出）に向けた経済成長政策の発動を可能にするはずであった。しかし、I節で検証したように、76年度以降の国民総支出上の政府支出は79年度以降までは成長要因として、ついで82年度以降には需要要因としてもその役割を後退させていた。政府支出の大部分は財政支出で構成されるから、それは経済成長政策としての裁量的な財政政策が中成長期には積極的あるいは裁量的には運営しにくくなってきていることを物語っている。その理由を考察することが本節に与えられた課題であった。財政支出に焦点を合わせ、その目的を果たすことにしよう。

2. 財政支出の拡大と限界

財政支出（一般会計歳出と財政投融资）の国民総支出（国内総支出）に対する割合は、第1次高成長期前半では14.5%、後半でも15.9%であり、第2次高成長期にはその前半には16.1%と、まだ第1次高成長期並みの水準にとどまっていた。しかし、その後半には19.3%となり、前半に対し3.2%も高まっている⁽⁹⁾。内需振興のために財政（及び金融）政策が「機動的に」運営された結果であった。そして、そのような増加傾向は第11表にみられるように、中成長期により明確となる。すなわち、その第1期には23.1%、第2期には24.2%、そして第3期のそれは23.9%となっているからである。高成長期末期に19%強にまで上昇した財政支出の対国内総支出の比率は、中成長期にはその期間を通じて24%弱を占めるにいたっている。

これは何を意味するか。日本経済が成長していくうえでは、財政支出をその再生産構造になかに拡大的に組み込み、その（消費すれども生産せず、あるいは生産につながりにくいという）浪費的性格が積極的に利用されてきたということである。それは日本銀行信用の追加的供給体制（管理通貨制度）を基礎として進められる、いわば浪費の体制内化の程度を示す数字だが、中成長期を通じてそれが国内総生産（＝国内総支出）のほぼ4分の1近くにま

でのぼったのであり、日本経済の資本蓄積的成熟を物語っている。

つぎにその財政支出規模の拡大率を同じく5年度間の平均でみてみよう。24%弱という国内総支出に占める財政支出の比率は、中成長期としてはつぎのようにその限界点であることがわかる。

財政支出の対前年度伸びは第1次高成長期前半12.6%、後半18.5%、第2次高成長期前半16.9%、後半21.4%と、両期とも高成長を実現していた前半により低くなっている。財政支出による下支え的な需要構造のもとで設備投資（第1次及び第2次高成長期）や外需（第2次高成長期）など民需が成長の牽引役を果たしていたためである。それに対し、中成長期では第1期の14.4%が第2期には3.6%に急減し、第3期にはそこに好況期を含んでいるため

第11表 財政支出の規模

項目 年度	国内総支出 (A)	財政支出 (B)	財政支出		B/A
			一般会計	財政投融资	
1976	171,293 (12.4)	356,855 (13.6)	244,676 (17.3)	112,179 (6.2)	20.8
77	190,095 (11.0)	424,740 (19.0)	290,598 (18.8)	134,142 (19.6)	22.3
78	208,602 (9.7)	481,167 (13.3)	340,960 (17.3)	140,207 (4.5)	23.1
79	225,237 (8.0)	549,644 (14.2)	387,898 (13.8)	161,746 (15.4)	24.4
80	245,547 (9.0)	615,086 (11.9)	434,050 (11.9)	181,036 (11.9)	25.0
81	260,801 (6.2)	663,313 (7.8)	469,211 (8.1)	194,102 (7.2)	25.4
82	273,322 (4.8)	678,487 (2.3)	472,450 (0.7)	206,037 (6.1)	24.8
83	285,593 (4.5)	713,398 (5.1)	506,353 (7.2)	207,045 (0.5)	25.0
84	305,144 (6.8)	710,925 (△0.3)	514,806 (1.7)	196,119 (△5.3)	23.3
85	324,159 (6.2)	734,950 (3.4)	530,045 (3.0)	204,905 (4.5)	22.7
86	338,353 (4.4)	751,765 (2.3)	536,404 (1.2)	215,361 (5.1)	22.2
87	353,989 (4.6)	853,259 (13.5)	577,311 (7.6)	275,948 (28.1)	24.1
88	376,889 (6.5)	909,935 (6.6)	614,710 (6.5)	295,225 (7.0)	24.1
89	402,311 (6.7)	988,721 (8.7)	658,589 (7.1)	330,132 (11.8)	24.6
90	432,589 (7.5)	1,050,825 (6.3)	692,686 (5.2)	358,139 (8.5)	24.3

注 1) 単位は国内総支出は10億円、財政支出は億円。

2) カッコ内は対前年度増加(△は減少)率。

出所 前掲『財政金融統計月報』第513号(1995年1月)「主要経済指標」、及び大蔵省編『財政統計』昭和56年度、昭和62年度、平成4年度。

にやや戻しているものの、9.5%にすぎない。

民需の成長要因としての牽引力が低下するなか財政支出の需要要因としての動員にも限界がきているためである。財政支出自体の対前年度増加率は低迷しているのに、その国内総支出に占める比重が24%弱程度を維持しているということは、国内総支出自体の拡大（経済成長）が停滞（中成長）しているからにはほかならない。言い換えると、中成長を達成させるべく、財政支出の需要創出効果がその限界一杯まで利用された結果が、24%弱という国内総支出に占める財政支出の比率なのであった。

それでは、その限界とは何か。あるいは、それはどのように現れるのか。財政の破綻である。端的には、税収の増加が望めない中成長期という歴史的状況のもとで、国債の累増あるいは財政の国債依存度の上昇に現れる。つぎにそこに論歩を進めねばならない。

3. 国債の大量発行と引受

財政法の特例として特例国債（7年もの）が発行されたのは65年度最終四半期のことであった。65年証券恐慌による歳入不足の結果であった。それ以後は財政法第4条にもとづく建設国債（同）の発行は続けられたものの、特例国債が発行されることはなかった。しかし、その間の71年度には前年度の3.4倍に当たる1兆円台の発行が行われ（一般会計歳出の国債依存度12.4%）、73年度からはそれまでの7年ものから10年ものに切り換えられ（同年の発行額は1兆8000億円（額面））、74年度の発行額は2兆円台に達していた（同11.3%）。そして、第2次高成長の破綻過程（恐慌局面）にあった75年4月、政府は「財政危機宣言」を発し、実際同年12月、特例国債の発行に追い込まれる⁽¹⁰⁾。

その75年度の国債発行額は建設国債、特例国債を含めて、前年度比2.4倍増の5兆2805億円にのぼった（第12表）。そして、それは80年代初めにかけてさらに増加していく。そのなかには71年度以降発行され、大量化を兆していた国債の借換債も含まれ出す。国債依存度が30%を越える年度も4年度連続している（財政の危機）。問題はそうように大量化した国債の消化方法である。というのは、つぎのような理由からである。

それまでの国債はその低金利性を護持する（価格下落の防止）ために、強制的な引受制度（全金融機関を網羅した国債引受シンジケート団による引受）のもとで（生保・損保を除いては）その売却が（行政指導的に）禁止され（国債の有価証券性の事実上の否定），他方67年2月からは発行後1年経過した国債を日本銀行が肩代わりすること（国債の買いオペレーション）によって，シ団金融機関（証券会社は除く。以下同じ）を国債保有による資金拘束から解放し，「財政法」第5条が禁じていた日本銀行による国債の引受が事実上行われていた。

65年度から74年度までの10年度間の平均でみると，シ団金融機関による国債引受は全体の85%程度の8兆4890億円（額面）だが，そのうちの74.7%，額にして6兆3374億円（同）を日本銀行は66年度からの10年度間で買い入れている。しかし，単年度だけでも5兆円を越える大量国債の発行に対し日本銀行が以前と同様の買いオペレーションを続行すれば，「財政法」違反というその実態がより鮮明になるだけでなく，インフレーションの再来は不可避免的であろう。実際，国債発行額が増加してきていた71年度以降その買いオペ

第12表 新規中長期国債の発行額と発行形態別状況 (単位：億円，%)

年度	発行総額		発行形態別構成比				国債依存度
	(実績)	うち 特例国債	シ団引受	資金運用 部引受	定率直接・入札	合計	
1975	52,805	20,905	84.1	15.9		100	25.3
76	71,982	34,732	85.9	14.1		100	29.4
77	95,612	45,333	89.5	10.5		100	32.9
78	100,740	43,440	87.8	2.8	9.4	100	31.3
79	134,720	63,390	72.5	19.8	7.7	100	34.7
80	141,702	72,152	59.8	28.0	12.2	100	32.6
81	128,999	58,600	42.8	34.3	22.9	100	27.5
82	140,447	70,087	52.5	26.3	21.1	100	29.7
83	134,863	66,765	42.4	27.4	30.2	100	26.6
84	127,813	63,714	52.5	29.6	17.8	100	23.6
85	124,080	61,350	55.0	31.8	13.2	100	23.7

注 国債依存度は一般会計歳出（決算）（第11表参照）に対する国債発行額の割合。
出所 財政政策研究会編『図表解説 財政データブック』大蔵財務協会，平成15年版ほか。

レーションは大規模化せざるをえず、73年度と74年度にはそれぞれ年度の市中消化額を上回ってそれが行われ⁽¹¹⁾、真性インフレーションの一因（「信用インフレーション」）となっていた。

すなわち、73年度、74年度と日本銀行による国債買いオペレーションが積極化しなければならなかったことが物語るように、国債発行額はそれが70年代後半に格段と膨張する以前から引受シ団メンバーの実際上の引受能力をはるかに越えていたから、75年度以降の発行国債の大量化に対してはその引受形態がまずは問題として提起されることになる。再び**第12表**に目を向けよう。

国債発行の多額化の傾向が定着するにつれてシ団引受の比率が低下している。すなわち、それは78年度までは従前とほぼ変わらないが、80年度には前年度73%程度に下がっていたのが60%を割り、以後は40%～50%台で推移するようになるからである。76年度から80年度までの5年度間の日本銀行の国債買いオペ額をみておくと、75年度から79年度までの間の国債市中消化額37兆9025億円(額面)のわずか11.1%に当たる4兆2107億円(同)にすぎない⁽¹²⁾。国債発行の大量化とともに日本銀行によるその買いオペが消極化したことが歴然としている。それはシ団金融機関には厳しい資金拘束(クラウディング・アウト)が生じていることを意味する。これについては後述する。

さて、国債の大量発行が定着してくると(税収不足の慢性化)、シ団引受の割合が低下してきた。その穴を埋めたのがまず資金運用部であった。80年度以降30%前後を占めるようになっていく。しかし、その重要な源泉は郵便貯金だったから、この資金運用部引受比重の上昇はシ団金融機関にとってそのクラウディング・アウト状況を軽減するのではなく、反対に過重する働きをしたことをあらかじめ指摘しておく。後に都市銀行について確認するように、貯金市場の肥大化とはとりもおさず預金市場の縮小を意味するからである。

比率を後退させたシ団引受形態に代わったもう1つの形態は、78年度から導入された中期国債についての公募入札発行形態である。中期国債(5年もの)の発行はその前年1月(76年度)に先鞭がつけられていた。国債発行の大量化に直面して、当局はその円滑化(消化の促進)のために国債の多様化

による市中における国債需要の掘り起こしを図ったからである。5年もの国債が割引国債として、長期国債と同じ引受シ団方式で発行される⁽¹³⁾。

しかし、国債発行の円滑化（発行市場）は本来その流通の円滑化（流通市場）を前提として成り立つことであった。当局には従来のように市場実勢金利を無視することはできなくなってきた。後述するように77年4月から長期国債（まずは特例国債）について売却制限の緩和を措置し始める（金利規制政策の崩壊の始まり）一方、それ以後はつぎのように公募入札による発行形態が中期債そのものの多様化とともに広まっていく。

すなわち、78年6月から3年もの利付国債が、また79年6月から2年もの利付国債がいずれも利回りをベースとした入札方式（ダッチ方式（単一価格方式））で発行され、80年6月からは4年もの利付国債が価格をベースとしたコンベンショナル方式（複数価格方式）で発行された⁽¹⁴⁾。その間の80年3月には、4年もの利付国債が資金運用部引受で発行されていたが、その際にも3年もの2月債の落札平均利回りと10年もの3月債の応募者利回りが参考にされたといわれている⁽¹⁵⁾。そして、82年11月には4年ものに定率公募入札が行われ⁽¹⁶⁾、83年8月からは中期国債の入札方式はコンベンショナル方式に移行する⁽¹⁷⁾。

なお、国債の多様化は以上のような中期債の開発にとどまっていた。中期債とは反対に超長期債（私募債）も、83年2月から15年もの（変動金利）が信託銀行に対して、同年9月には20年もの（固定金利）が生命保険会社に対して発行されたからである。そして、86年2月からは75年度に始まった大量発行国債の償還に対処するために、借換債として6ヵ月以内の割引短期国債（TB）がコンベンショナル方式で発行されるようになった⁽¹⁸⁾。

(9) 宮田、前掲「日本銀行と資本蓄積」第3表；同「日本銀行と資本蓄積（続）」『金沢大学経済学部論集』第24巻第2号（2004年3月）第3表。以下で掲げる高成長期の財政支出関連の数値も以上による。

(10) 『日本経済新聞』1975年4月2日、12月25日。

(11) 本段で示した国債のシ団引受額及び日本銀行による国債買い入れ実施額は、宮田、前掲「日本銀行と資本蓄積（続）」13ページ（第6表）及び18ページ（第7表）による。

- (12) 新規発行国債の市中消化額（額面，割引債は除く）は75年度4兆5100億円，76年度6兆225億円，77年度8兆5700億円，78年度9兆2000億円，79年度9兆6000億円であり，日本銀行の国債買いオペ実施額（推定）は76年度8966億円，77年度1兆244億円，78年度1兆1167億円，79年度3670億円，80年度8060億円である（野村総合研究所編『公社債要覧』1980年，1984年）。
- (13) 全国銀行協会連合会編『金融』358号（1977年1月）37ページ。
- (14) 同，第376号（1978年7月）36ページ；同，388号（1979年7月）78ページ；『日本経済新聞』1980年6月2日及び6日。ダッチ方式とは，募集事務を取り扱う日本銀行があらかじめ予定した利回りごとに引受希望額を集計し，その集計額が発行予定額にもっとも近くなった設定利回りを落札利回りとする方式である。コンベンショナル方式とは一銭刻みの価格で，入札価格が低いものから順に落札していく方式である。
- (15) 前掲『金融』第398号（1980年5月）69ページ
- (16) 同，第423号（1982年6月）70-71ページ；同，第430号（1983年1月）42ページ。定率公募方式とは利率及び発行価格を定めて行われる入札方式である。
- (17) 前掲『金融』第471号（1984年6月）17ページ（資料9-1）。
- (18) 同，第433号（1983年4月）84-85ページ；同，第439号（1983年10月）64ページ；同第468号（1986年3月）68-69ページ。

IV 累積国債の流動化圧力と金融制度

1. 問題の設定

国債発行額に占める引受シ団金融機関の引受額の割合はその大量化が始まって4年後から減り始め，5年後からは40～50%程度になった。うえて確認したところである。しかし，シ団引受を絶対額でみると，74年度以前では同年度の1兆7000億円程度が最高だったのに対し，75年度以降の10年間ではその約2.5倍（75年度）～5.5倍（79年度）の巨額にのぼっていた。しかも，すでに指摘したように，日本銀行による国債買いオペレーションによる保有国債の肩代わりには限界が付されていた。それは，国債の大量累積から生じるクラウドディング・アウトに対し日本銀行は政策運営上手詰まり状態に陥ったことを意味する。

しかし，それを緩和しなければ国債の大量発行は滞る。日本銀行（管理通

貨制度)が当面するクラウドイング・アウトに対して無力に陥ったのは、金融制度の枠組みが高成長を支えてきた規制的なそれだったからである。中成長期への移行に即して金融制度も再編されねばならない。国債の大量累積はすでに検討したとおり高成長期から中成長期への移行の財政次元での現れであり、金融次元でもそれへの対応が果たされなければならない。行政の出番である。

国債の大量発行はその累積を通じて流通圧力を強めずにはいない。それが従来の規制的な金融制度とは相容れないことは明らかである。市場メカニズムを人為的に制御することが、これまでの金融行政(金融制度)のあり方であった。以下では、国債の大量発行に伴って資金を拘束された都市銀行を中心とするシ団金融機関についてその実態を浮き彫りにし、他方それに対する行政の対応をフォローし、規制の金融制度の崩壊過程の始まりを検証する。

2. 金融機関における資金拘束の状況

金融機関による国債引受はその日本銀行における預け金の政府預金勘定への移転を引き起こす。つまり、金融機関においては資産としての日本銀行預け金が減少して保有国債がそれに代わる。これが金融機関において現れた国債の引受による資金の拘束にほかならない。なぜならば、日本銀行預け金はそれにとって現金と並ぶ第1線の支払準備金(ベース・マネー)だからであり、国債はそのようなものとしては劣位にあるからである。端的に換言すれば、国債引受によって政府勘定に移転した金融機関の日本銀行預け金は、その政府による支払を通じて市中に散布され、その後預金として還流してくるはずだが、その間それは信用創造能力をそがれるからである。

そこで、金融機関としては預金獲得に汗を流さねばならない。保有国債の日本銀行による肩代わり(国債買いオペレーション)に限界がある以上、これ以外に自己を資金拘束から解放する道はない。しかし、そこでは70年代に入るところから巨大な競争相手が成長してきていた。郵便局である。70年10月から72年6月の間の5次にわたる公定歩合の引き下げの過程で行われた郵便貯金金利の引き下げ(72年8月1日)が金融機関預金のそれ(同7月17日)に遅れた(金利決定の2元制の問題化)ことが、つぎにみるように、個人金

融資産の蓄積の進展を基礎として個人部門の金利への感応度を刺激する働きをし、貯金市場による預金市場の浸食の端緒はすでに開かれていた⁽¹⁹⁾からである。

第13表は個人金融資産残高の構成比の推移を示している。66年から5年ごとに残高の伸びの年平均を出してみると、66年～70年18.0%、71年～75年19.7%、76年～80年14.4%、81年～85年10.3%となる。とくに第2次高成長期には高い伸びがみられる。そして、その運用においては金利よりもリスク回避が優先されているところにまず特徴がある。同表からわかるように、有価証券とりわけ株式の比率は減少しているのに対し、元本保証の定期性預金のそれは明確な上昇を示しているからである。後者は65年末の44.3%から傾向的に増加し、85年末には52.4%となっている。それに対し、現金・要求払預金の比率の低下がいちじるしい。それは定期性預金の比重増大に対応することであり、金利への感応度が高まっていることを意味している。要するに、低リスク商品であるうえに金利が選好されるようになったといえる。

定期性預金の内訳をみると、より判然とする。民間預金の構成比は35%を越える水準で推移しながら、とくに80年代に入ってから漸減し出し、85年末には33.4%に低下している。それに対し、郵便貯金のそれは65年末の8.8%から一貫して増加し、85年末にはその2倍を越える19%にまでなっている。

第13表 個人金融資産残高の構成比

(単位：%, 兆円)

年 末 項 目	1965	70	75	76	77	78	79	80	81	82	83	84	85
現金・要求払預金	19.6	19.3	18.0	17.2	16.1	15.9	15.0	13.3	12.8	12.3	11.2	11.1	10.6
定期性預金	44.3	47.1	51.4	51.5	52.2	52.3	53.2	54.7	54.8	53.9	53.6	52.6	52.4
民 間	(35.5)	(36.2)	(37.2)	(36.5)	(36.0)	(35.5)	(35.8)	(36.2)	(36.1)	(35.1)	(34.6)	(33.7)	(33.4)
郵 貯	(8.8)	(11.0)	(14.1)	(15.0)	(16.1)	(16.8)	(17.4)	(18.5)	(18.7)	(18.8)	(19.0)	(18.9)	(19.0)
信 託	4.9	5.8	6.0	6.2	6.2	6.2	6.2	6.1	6.3	6.7	6.9	7.1	7.2
保 険	12.3	13.4	12.9	12.9	13.0	13.1	13.4	13.9	14.3	14.7	15.2	15.8	16.7
有 価 証 券	18.9	14.4	11.8	12.2	12.5	12.6	12.2	11.9	11.9	12.4	13.1	13.5	13.2
債 券	(4.0)	(6.1)	(7.1)	(7.9)	(8.2)	(8.5)	(8.3)	(8.3)	(8.4)	(8.6)	(8.7)	(8.6)	(8.3)
株 式	(11.3)	(6.6)	(3.1)	(2.8)	(2.6)	(2.4)	(2.2)	(2.1)	(2.0)	(2.0)	(1.9)	(1.8)	(1.7)
投 信	(3.6)	(1.8)	(1.5)	(1.5)	(1.7)	(1.8)	(1.7)	(1.5)	(1.5)	(1.8)	(2.5)	(3.1)	(3.1)
合 計	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

出所 前掲『経済統計年報』各年報、前掲・日本銀行『調査月報』各月号。

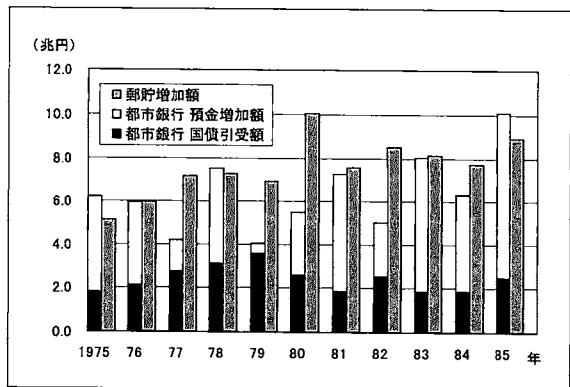
うえで指摘した定期性預金の構成比の上昇の本体は郵便貯金のそれによることであり、金利規制のもとで民間預金に対し郵便貯金（定額貯金）の利回りの有利性が選好された結果であった。なお、有価証券のうち債券の構成比が80年末から着実に上昇しているが、これはその一部はすでに指摘したような国債の流動性の向上が作用している。くわしくは後述する。

さて、以上のようにとくに60年代後半から規模を拡大させてきた預貯金市場における競争上、金融機関は郵便局に対し後塵を拝する結果となった。歴史的に2次にわたる高成長期を経過するなかで個人部門でも金融資産の蓄積が進み、それを基礎に金利選好意識が芽生えてきていたにもかかわらず、旧来の金利規制制度（護送船団方式による金融行政）に甘え、革新的な金融商品を開発する意欲を育ててこなかったためでもあった。10年満期で複利式の定額貯金に対する風当たりだけが強められた（「郵貯戦争」）。

しかし、その商品自体は何も新規なものではなく、古く（戦争遂行（国債消化の促進）上国民貯蓄運動（消費の抑制）が推進されていた15年戦争の最中の）41年10月からある郵便貯金商品であった。個人金融資産蓄積の層が厚くなるという歴史的な変化を背景に、その収益性が見直されてきたのである。その意味では、ここにおける郵便貯金の肥大化はそのような変化を無視して継続される規制金利政策（人為的低金利政策）に対する貯金者（預金者）の抵抗といえることができる。

以上から、国債の大量引受によってシ団金融機関がいかに資金拘束に陥ったかが一般に明らかとなった。それを解放してくれるはずの預金市場へのアクセスは、郵便貯金の成長によって狙い通りにはいかなかったからである。その郵便貯金にし

第4図 都市銀行のクラウドینگ・アウト状況



出所 前掲『経済統計年報』各年報、及び大蔵省編『国債統計年報』各年報。

でも政府資金（資金運用部資金）として国債引受に充当されたことを踏まえれば、民間金融機関は国債の大量発行によって二重の意味で市中資金から締め出されたということができる。

それを都市銀行について具体的に示したのが第4図である。都市銀行一般預金と郵便貯金の対前年度増加額の比較、及び都市銀行の国債引受額のその一般預金増加額に占める割合から、都市銀行が貯金市場による預金市場の浸食によって深刻な影響を被ったことが一目瞭然である。

3. 公開市場の発展と自由金利市場の広がり

規制金利体系の中心に国債金利を据えるという65年度以来の国債管理政策のもとで、75年度以降の国債大量発行による政府資金形成はその引受シ団金融機関をして厳しいクラウドディング・アウト状況に陥らせた。1年経過後の国債は買いオペレーションの対象にするという日本銀行による追加的な信用供給体制（管理通貨制度）も、対象の大量化の前にその発動を限界づけられたからであった。市中金融機関をそのような状況から解放するには、市場メカニズムに依拠した市中資金の再配分（配分の効率化）を進める以外に道はなくなった。上述のような国債管理政策の遂行を支えてきたのは国債の市中売却の禁止政策であり、それには公式の文書はなく、大蔵省と引受シ団との間の紳士協定によるといわれている⁽²⁰⁾ように、行政指導にもとづく政策であったが、それは放棄されねばならなくなった。発行国債の大量化はついに当局をそこに追い込む。その第1弾は現先市場に関して発せられる。

67年2月から発行後1年経過した国債の買いオペレーションが日本銀行信用の主たる供給方式とされるようになった。その結果、それまで買いオペレーションの対象とされてきたその他の債券（政府保証債、利付金融債や電力債など）は流動性を失った。それらを抱える（都市銀行を主とする）金融機関にはその保有負担がのしかかってくる。そこで、それら金融機関はそれから逃れるために、それまでに証券会社によって展開されていた条件付債券売買（「自己現先」）市場に参加し、証券会社を通じて買戻条件付で債券を売却するようになった（「委託現先」取引）。これが現先レートといわれる自由金利が成立する現先市場である。買い手（資金の出し手）の中心は事業法人であ

り、ついで官公庁共済組合等であった。前者は売り手としても金融機関と並び、そして証券会社について重要であった。しかし、そこを圧倒的に資金運用の場として利用していた。

現先市場はそうのように事業法人などの参加によって70年代始めにはコール市場に匹敵する短期公開市場に成長していた(第14表)。しかし、その間そこは大蔵省からは公式の市場とは認められていなかった(アンダーグラウンド・マーケット)。それが76年3月(日本証券業協会宛)通達によって公式に認知される⁽²¹⁾。その結果、国債はとにかく有価証券性を取り戻し、その引受シ団金融機関にとって大量引受による資金拘束からの緩和への道が開けてきた。日本銀行による都市銀行の売現先枠規制も78年10月にはそれまでの50億円から200億円に広げられ、79年にも2次にわたって拡大措置がとられた後、80年4月からはその規制枠自体が撤廃された⁽²²⁾。他方、81年4月からは買現先枠も容認され、都市銀行は現先市場での資金運用もできるようになる⁽²³⁾。それはとりもなおさず自由市場としての現先市場の発展を物語る。

しかし、シ団金融機関にとって(75年度末から本格的に始まる)現先市場の利用によるクラウドイング・アウトの緩和には、別の一面が含まれていた。預金市場が貯金市場に浸食されていたことは前述した。それは個人部門でのことであった。ここでも同じことが法人企業部門に関して証券会社との間で起こっているからである。すなわち、すでにみたように、中成長期に入ると「減量経営」を強いられてきた企業には、オーバー・ボローイング状況を脱し、手元流動性を高めていた。それが証券会社の扱う自由金利商品に向かい、前述のとおり現先市場発展の資金的基礎となっていたからである。従来ならば、それは都市銀行を中心とする金融機関の預金を形成するはずのものであり、それらにはそれが預金の「流出」として認識される。クラウドイング・アウトの緩和にはなっていない。

大企業に限ってではあるが、それを示したのが第15表である。すでに70年代後半から金融資産残高に占める現預金(銀行資産＝現金・要求払預金及び定期性預金)の構成比は低下し、代わりに自由金利商品での運用が急増してきていることがわかる。なお、80年代に入ると外貨での運用の比率が急上昇しているが、これは別稿で扱うように80年12月「外国為替及び外国貿易管理

第14表 短期公開市場の推移

(単位：％，千億円)

年 末 項目	1975	76	77	78	79	80	81	82	83	84	85
現 先 市 場	21.4	21.4	26.5	32.1	25.4	26.9	27.2	23.2	20.3	14.2	13.6
自 己	5.3	8.7	18.4	21.0	11.5	14.9	17.1	14.9	12.5	10.6	10.4
委 託	16.1	12.7	8.1	11.1	14.0	12.0	10.1	8.3	7.7	3.6	3.2
CD 市 場					11.7	14.1	20.0	23.4	26.8	33.8	28.3
コール市場	27.2	26.4	22.1	17.7	22.3	24.7	28.5	24.2	21.0	20.1	15.0
手形市場	51.4	52.3	51.4	50.2	40.6	34.3	24.4	29.2	31.9	31.9	43.0
うち日銀オバ	27.3	25.7	25.3	21.7	22.8	19.1	5.5	8.1	11.8	10.8	15.5
合計(合計額)	100 (85.7)	100 (97.4)	100 (118.4)	100 (131.2)	100 (155.8)	100 (167.3)	100 (164.9)	100 (185.5)	100 (211.7)	100 (250.6)	100 (340.7)

出所 前掲『経済統計年報』各年報，及び大蔵省編『証券局年報』各年版。

第15表 大企業の資金運用の動向（増減額構成比）

(単位：％)

	1970～74年 平均	75～79年 平均	80～84年 平均	81年	82年	83年	84年
資金運用増加額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
現 預 金	61.1	40.4	46.8	58.9	42.0	34.6	31.5
うち CD		3.9	19.0	12.4	11.0	18.5	41.6
外 貨 預 金	2.2	0.9	22.2	9.2	22.7	34.1	23.2
短期所有有価証券	6.7	36.3	19.0	8.2	16.4	33.4	36.5
投資有価証券	32.2	23.3	34.2	32.9	41.6	32.0	32.0
規制金利商品での運用	59.0	35.5	5.6	37.3	8.2	△18.0	△33.3
自由金利商品での運用	12.1	35.0	59.6	30.8	47.2	85.8	97.3
株式での運用	28.9	29.5	34.8	31.9	44.6	32.2	36.0
外貨による運用	2.8	2.4	33.0	14.1	31.4	47.8	45.4

注 1) 大企業，全産業ベース。

2) 規制金利商品での運用とは現金＋預金（除く CD，外貨預金），自由金利商品での運用とは公社債＋CD＋外貨預金。

3) 「短期所有有価証券」とは貸借対照表における「流動資産」に計上されている有価証券，「投資有価証券」とは同「固定資産」に計上されている有価証券。

4) CD，外貨預金については推計値。

出所 前掲・日本銀行「昭和59年の金融および経済の動向」30ページ。

法の一部を改正する法律」(新外為法)施行にもとづく内外市場一体化の現れである。

さて，シ団金融機関は郵便貯金による預金市場の浸食に対しては(無益に)「郵貯戦争」をしかける以外に有効な手を打つことができなかった。郵便貯

金も銀行預金と同じく金利規制下にあったからである。「郵貯戦争」に勝つためには金利規制下にあった個人部門に対する預金商品をその枠からはずし、「革命」的商品が開発される必要があった。しかし、前にも指摘したように、金利規制体制（「護送船団」行政）に保護されたシ団金融機関には望むべくもないことであった。

しかし、自由金利商品を扱う証券会社に対する競争においては、シ団金融機関も自由金利商品で対抗しなければならない。法人企業部門（大口預金）に対しては金利規制体制に風穴を明けることになるが、それ以外に競争の手段はない（銀行・証券の業際問題の激化）。金利の自由化が業務分野規制の緩和化と絡みながら進んでくる。

79年5月譲渡性定期預金証書（CD）が創設された。発行単位は5億円以上1千万円単位、期間は3ヵ月以上6ヵ月以内の期日指定、発行限度は当該金融機関の自己資本の25%以内、金利は「臨時金利調整法」による金利規制の適用外（発行金融機関と購入者との相対交渉によって決定）、そして金融機関、短資業者及び金融機関の関連会社を流通取扱機関として市場売却による流動化を認められた預金である⁽²⁴⁾。

その流通市場（無条件売買市場と条件付売買（CD現先）市場、主流は後者）の形成は短資会社を中心となって翌年秋口に始まるが、81年度に入って金融機関及びその関連会社も積極的に取り組み始め⁽²⁵⁾、後述することだが、85年6月には銀行等（農林中金及び外国銀行3行を含む37行）による公共債（国債）のフル・ディーリング業務の開始に合わせ、業際問題の同時決着がもくろまれ、その一環として証券会社にもその取扱が認められた⁽²⁶⁾。こうしてCD流通市場は急速に成長するが、その間その商品性の改良（発行単位の小口化、期間の拡張、発行限度の拡大）⁽²⁷⁾が加えられたことも付け加えておく。

ところで、銀行間市場（手形市場、コール市場）も以上のような公開市場の自由化と無縁ではありえなかった。シ団金融機関は75年度末以後現先市場で自由金利資金を調達するようになっていたのであり、それが金利規制体制下にあった銀行間取引に影響を与えないはずがないからである。そこも弾力化してくるのは必然的であった。

78年6月コール・レートの建値弾力化、1ヵ月経過手形の転売及び同レー

トの自由化に手がつけられたことに始まり、翌79年4月コール・レート of 建値が廃止されたほか期日物コールが多様化され（2日～6日期日ものの新設）、手形については同年10月2山越手形（2ヵ月手形）レート of 建値が廃止されたことによって、銀行間市場の自由化は短期間に達成された。地方銀行、信託銀行等のコール取り入れが容認された80年11月には同時に、証券会社のコール取り入れが自由化され、大手4社に対し200億円の限度枠が決められた⁽²⁸⁾。そして、金融緩和を背景に翌81年4月には都市銀行もコール放出が認可された⁽²⁹⁾。

4. 国債流動化の措置と国債金利の自由化

以上のように、75年度に始まる国債発行の大量化はまずは現先市場の同年度末の公認とその後の発展を促す契機となった。それによって、国債は人為的に封じられていた流通性を条件付売買の形で取り戻した。そして、現先レートという自由金利が成立する現先市場の発展は、78年6月以降銀行間市場の弾力化に向け影響を及ぼす一方、79年5月あらたな自由金利市場であるCD市場の発足とその後の急成長を刺激した。つまり、国債の大量発行は銀行間市場金利の自由化と自由金利の形成される公開市場の発展を引き出したことになる。しかも、それは同時にみずからの無条件売買の自由化を押し進める圧力ともなっていた。

後述するように公定歩合は77年3月から75年10月以来の引き下げ過程に入るが、そのような金融緩和促進への政策転換がそれを後押しする。国債の流動化を進めても、それが部分的ならば、その価格の下落を促すことにはならないはずだからである。事実、日本銀行は77年7月には地方銀行、相互銀行、信託銀行に対して（上場・気配相場を基準として固定レート方式で）それらの希望額に応じるという方式で国債買いオペレーションを実施したが、かなりの辞退が出ている。市中金利低下によって国債保有が相対的に有利な運用資産となったからである。なお、この希望額方式の買いオペレーションは同年12月にも都市銀行、証券会社に対象を広げて実施されている⁽³⁰⁾。

日本銀行がそのような希望額方式による国債買いオペレーションを実施した背後には、限定的ではあるが、つぎのように77年度に入ると国債の売却制

限の緩和に手がつけられ、同行としてもさしあたりシ団金融機関にその売却先のオプションを広げてやるという意味合いが込められていた。すなわち、①77年4月に発行後1年経過した（借換問題のない）特例国債についてその売却が認められ、10月にはそれが建設国債にも適用された⁽³¹⁾（「国債強制借換制度」の廃止⁽³²⁾）。こうして以後国債の売却制限の緩和が段階的に進んでいく。その過程ではおのずと価格形成が弾力化してくるが、それを促進する資金運用部や日本銀行の取組も含めてみると、それはつぎのようになっている。

②78年1月には日本銀行が国債買いオペレーションに際し上場相場を基準としてその2%の枠内で銘柄ごとに複数の価格を提示し、対象機関に対し売りまたは買いオファーするという一種の入札方式⁽³³⁾を採用することを決め、同月（さらに4月、5月）同行を通じて行われた資金運用部保有国債の売却に適用され、③同年6月と8月日本銀行は国債買いオペレーションをダッチ方式で、また12月には2回にわたりコンベンショナル方式でそれぞれ実施、翌79年6月にはいわゆるクイック・オペ（特定日に集中的に行うのではなく、小刻みに日を変え、入札の当日に落札額を決定・通知する機動的な方式）を実施した。④同じく79年6月には（低迷する国債市況対策として）日本銀行を通じて国債整理基金による既発国債の買い入れが公募入札方式（コンベンショナル方式）で実施され、80年2月にも繰り返行われた。⑤80年5月それまでの1年間の売却制限期間が取引所上場まで（発行後7ヵ月～9ヵ月）に短縮され、⑥同11月資金運用部による現先方式での市中買い入れが行われた。⑦翌年4月からは売却制限は発行後3ヵ月を経過した日の属する月の翌月初め（発行後100日程度）までに短縮された⁽³⁴⁾。

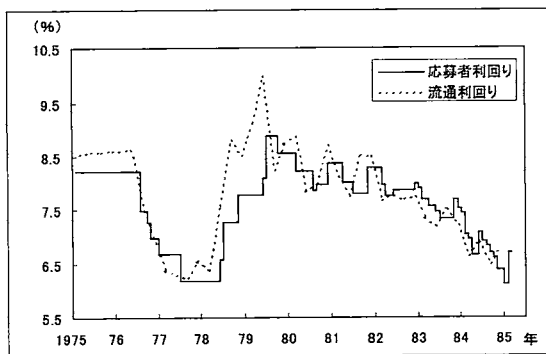
以上のような国債売却制限の緩和の過程が国債金利の形成を弾力化させることはすでに指摘したが、その実際を示したのが第5図である。そこから趨勢的な特徴を引き出すには、市場実勢を確認しておく必要がある。公定歩合の推移で代表させる。75年4月から緩和過程（9.0%→8.5%）に入ってから4次にわたる引き下げ後、同年10月以来据え置かれていた公定歩合（6.0%）は、77年3月から78年3月まで4次にわたって引き下げられている（3.5%）。その後79年4月から引き締め過程に入る。第2次石油危機が背景にあった。80

年3月までの間に5回の引き上げが行われている(9.0%)。そして、同年8月から長期的な引き下げ過程が始まり、87年2月以降89年5月まで2.5%の史上最低水準(当時)が維持される。すなわち、大まかに3区分できる。①75年第2四半期以後79年第1四半期までの金融緩和期、②その後80年第1四半期までの引き締め期、そして③それ以後の長期的な緩和期というようにである。

国債金利も趨勢的にそのような金融情勢を反映している。しかし、仔細にみると、①の緩和期では流通利回りの低下に応募者利回りのそれが僅かだが追いつかず、②の引き締め過程では反対に応募者利回りがかなりの幅で流通利回りよりも低位にあり、最後の80年第2四半期に始まる③の緩和期になってようやく、応募者利回りの改定頻度も上り、それが流通利回りを反映するようになっていることが指摘できる。

①の時期について国債金利自由化の進展を印象づける両利回りの乖離幅の縮小を額面通りに評価するのは速断である。国債の売却制限緩和(流通市場の成長)が緒についたばかりであり、しかも金融緩和過程にあったからである。第16表にみられるように、77年度の公社債売買高は前年度比約2倍増(利付国債だけでみると、6.7倍増)となっているが、それでも③の時期の始まる80年度の半分以下に過ぎない(同年度の利付国債売買高164兆8千億円に

第5図 国債応募者利回りと流通利回りの推移



注 応募者利回りは10年物、流通利回りは東証上場最長期物の利回り。

出所 前掲『経済統計年報』、公社債引受協会編『公社債月報』その他。

対し77年度のそれは21兆9千億円であり、前者の13%程度である)。

国債の発行条件が市場実勢を反映したものになったか否かの判定は、つぎの金融引き締め期まで待たねばならない。②はその引き締め期であった。そこでは国債応募者利回りは

その流通利回りに対して規制下に引き戻されたような動き方をしている。①で達成されたと思われた国債金利の自由化には、まだ限界があったことが証明されている。しかし、それはあくまでも全体的にみてのことである。②の時期でもその末期にはそれが進んでいたことを示す事実が知られている。②から③への移行期でのことだが、長期国債の流通利回りが規制金利である民間債（金融債）のそれとの期間的体系性を逆転させたり（「金国逆転」）、国債自体でも長短金利が逆転したりしている月が現れている³⁵⁾からである。自由化が進む国債金利と旧来の規制金利との対抗現象にはかならない。

国債金利が自由化したとみなしうるのは、③の時期からである。国債振替決済制度は80年2月に発足している。売買高の増加（第16表）がそれを必要としたのである。上述のとおり発行後7ヵ月～9ヵ月後売却可能とされたのは同年5月であり、その後8月から金融は緩和過程に入り、そのうえ翌年4月にはさらに売却制限は100日程度に短縮された。83年4月からは後述するように、銀行等による公共債の窓口販売が開始されたのを皮切りに、そのフル・ディーリング業務への取組（85年6月）に向けた措置が段階的に拡大されてき、国債金利形成の弾力化に弾みがついてくる。それはその価格変動リスクの増大を伴う。そのリスク・ヘッジ手段の導入の必要から、85年10月東京証券取引所に債券先物市場が創設される。

80年第1四半期以後から国債金利の自由化が認められるという以上の観察は、国債所有者別分布からも裏づけられる（第17表）。78年度をピークにその保有比率を上昇させていた金融機関も、79年度からはそれを低下させ、他方それと呼応して、その他（事業法人・個人等）の保有比率が79年には前年度比4倍、80年度にはさらにその2倍というように急増しているからである。

法人企業部門の手元流動性は前項で述べたように現先市場発展の主要な資金の基礎だったが、80年度以降国債の流動化を支える資金的基礎でもあったわけである。そこにおけるその他の項目の中心は事業法人だからである。なお、82年度までにその他の比率が金融機関のそれとほぼ肩を並べ、両者合わせると50%を越えるにいたっている事実³⁶⁾に留意を喚起しておく。それ以後それに見合う大量の利払い資金が市中を回遊しだすわけで、80年代後半いわゆ

第16表 公社債売買高構成比

(単位：％，千億円)

項目 年度	利付国債	地方債・ 政府保証債	事業債	転換社債	利 付 金融債	加入者 電々債	その他	合 計	売買高
1975	2.3	4.1	5.6	1.6	37.8	11.8	36.8	100	567
76	4.5	7.9	5.1	1.4	37.9	7.3	35.9	100	725
77	16.1	10.2	5.9	1.6	31.8	4.6	29.9	100	1359
78	34.0	8.8	4.6	2.5	25.4	2.6	22.0	100	2015
79	49.0	8.0	2.7	1.1	17.8	2.5	18.8	100	2262
80	57.7	6.5	2.0	0.9	15.2	2.0	15.6	100	2855
81	63.6	7.0	2.6	1.2	12.1	1.5	11.9	100	3049
82	62.5	7.8	2.2	1.0	8.5	1.1	16.8	100	3415
83	65.5	7.5	1.7	2.3	6.7	0.5	15.7	100	4391
84	56.2	3.6	0.7	1.7	2.9	0.2	34.6	100	8380
85	64.6	1.5	0.2	1.3	0.9	0.0	31.5	100	25934

注 1) 売買高は証券取引所（東京・大阪・名古屋）出来高の往復計算と債券店頭市場（東京）売買高（「売り」と「買い」の合計）の合計（単位未満四捨五入）。
 2) その他に含まれるのは、割引国債（76年度以降）、政府短期証券（82年度以降）、短期国債（85年度以降）、割引金融債、円建て外債、非公募地方債など。

出所 公社債引受協会編『公社債年鑑』昭和53年版、昭和62年版。

第17表 国債所有者別分布

(単位：％)

項目 年度末	登 録 債					発 行 債	合 計
	政 府	政府関係 機 関 等	日本銀行	市中金融 機 関	そ の 他		
1975	19.2	0.0	35.4	34.5	0.8	10.0	100
76	18.2	0.1	27.3	41.2	1.5	11.7	100
77	16.5	0.4	19.7	44.5	2.0	16.9	100
78	11.2	0.5	19.6	47.5	2.4	18.8	100
79	16.3	0.2	15.9	41.3	8.3	18.0	100
80	19.5	0.0	12.6	31.5	16.0	20.4	100
81	22.2	0.0	9.8	28.5	19.1	20.4	100
82	20.6	0.0	8.7	27.5	26.0	17.1	100
83	21.4	0.1	7.8	29.9	27.8	12.9	100
84	25.7	0.1	5.6	29.0	28.0	11.5	100
85	29.9	0.2	3.3	28.5	28.3	9.8	100

出所 前掲『国債統計年報』各年版。

る資産市場にブームを呼び込む一つの資金源となっていくからである。別稿で論じられる。

5. 金融業務自由化への動き

CDはおもに法人企業部門預金を巡って展開された、都市銀行を中心とする引受シ団金融機関と証券会社との間の競争の産物であった。国債大量発行とそれに促された現先市場の発展が背景にあった。つぎは証券会社が攻勢をかける番である。個人部門預金（もちろん法人企業部門預金も排除されない）が対象にされ、80年代後半から現実化してくる預金市場商品の金利自由化の素地も形成されてくる。

CDが発足したのは79年5月であった。その翌80年1月、大蔵省は証券会社に対し中期国債投資信託（中期国債ファンド）の取扱を認可し、同月野村証券投資信託委託会社が取扱を開始した。これは中期利付国債を主たる（60%）運用対象とし、元本1口1円、販売単位10万口（10万円）以上、1ヵ月のクローズド後は解約可能であり、募集手数料及び買取（換金）手数料なし、1ヵ月ごとに分配金を支払い、その複利運用を行うという、高利回り（自由金利）の事実上の要求払い預金であった⁽³⁶⁾。中期利付国債の個人消化の拡大が図られたわけだが、シ団金融機関には金利規制下の預金市場を自由金利商品で浸食されることになった⁽³⁷⁾。

前に検討したように、80年度以後シ団引受の割合も絶対額も低下し出し、そのうえ同年度5月からは引受国債も上場（発行後7ヵ月～9ヵ月）後には売却可能とされるようになってはいた。しかし、シ団金融機関には郵便貯金の拡大にも対処しなければならない（「郵貯戦争」の遂行）状況に変わりはなかった。まず81年6月1日に銀行・相互銀行・信用金庫等に期日指定定期預金の取扱開始が、その6日に信託銀行に収益満期受取型の新型貸付信託（「ビッグ」）の取扱開始がそれぞれ認可され⁽³⁸⁾、その30日には長期信用銀行・農林中央金庫・商工組合中央金庫に対し利子一括払い型の新型利付金融債（「ワイド」）の11月からの取扱が認められた⁽³⁹⁾。

預金市場にはあらたな商品が投入された。しかし、それらはしょせんは規制金利商品であった。シ団金融機関が証券会社（証券市場商品）と本格的に

競争するには、預金市場にも結局は自由金利商品を持ち込むよりほかはない。売却制限が緩和されてきた長期国債を預金市場で売ればよい。預金市場に自由金利商品を持ち込み、そこを自己浸食することにはなるが、証券会社を国債流通の独占的取扱からも排除できる。

しかし、そのためにはシ団金融機関はブローカーにとどまらずディーラーにもなる必要がある。問題はまず「証券取引法」第65条である。それは投資目的や信託契約にもとづく場合を除き「銀行等」による証券業務を禁止していたからである（ただし、公共債（国債、地方債、政府保証債）については引受・募集活動は認められており、その引受シ団方式はそれにもとづいていた）。また、「銀行法」（1927年制定）は「銀行等」の営む証券業務規定を欠いていた。旧法は全面改正されねばならない。

82年4月新「銀行法」が施行される（公布は前年6月）。そこでは証券業務は付随業務と（同第10条第2項）と他業（同第11条）に分けて規定され、前者には従来から認められていた証券業務を該当させ、公共債のディーリング業務は後者にもとづいて根拠が与えられるとともに、後者の業務については証券取引法上の認可のほか銀行法上の認可も必要とされた（付則第5条）。そして、それに伴って「証券取引法」も改正され、銀行等金融機関が証券業務を営む場合には大蔵大臣（証券取引上）の認可を受けなければならないとされた（同第65条の2第1項）。

以上のように、82年4月「銀行等」の公共債ディーリングに向けて法律は整備された。大蔵省はつぎは証券業界に餌を配らねばならない。全銀協などの強い反対に抗して、同年10月証券会社には保護預かりにかかる公共債の利子専用のオープン型公社債投資信託（「利金ファンド」）の取扱が認可される⁽⁴⁰⁾。そして、12月「銀行等の証券業務に関する省令」⁽⁴¹⁾が施行され、翌年から「銀行等」の公共債ディーリングが具体化してくる。以下では対象を国債として述べる。

まず83年1月証券業務の認可書が（農林中央金庫を含む6業態の）「銀行等」に、そして3月信用金庫にそれぞれ交付される。同年4月から長期国債（新発債）のそれらの「銀行等」の窓口での販売（「窓販」）が開始され、その10月には中期国債（新発債）にも拡張される。なお、その間の6月には証

券会社には公共債担保貸付が認められている。これは極度貸付方式ではなく、貸付契約は証書または手形貸付の形で一本一本締結しなければならない方式ではあったが、とにかく証券会社には「窓販」の見返に貸付市場への参入がなったわけである。

「銀行等」の「窓販」の対象はついで翌84年6月に残存期間2年未満の既発債にも広げられ、34行（農林中央金庫のほか都銀、信託、地銀の3業態）に対し（10月には外国銀行3行が追加⁽⁴²⁾）それが認められる。ここに「銀行等」による国債ディーリング業務が始まる⁽⁴³⁾。ついては、それに先立ち（同年4月）、「銀行法」施行規則（省令）の改正がなされ、「銀行等」は既存の投資目的の「有価証券勘定」とは別にディーリング目的の「商品有価証券勘定」の新設を求められていた⁽⁴⁴⁾。

そして、1年後の85年6月からは第1次認可行37行に対しその残存期間の規制が撤廃される（フル・ディーリング業務の開始）⁽⁴⁵⁾とともに、商品有価証券勘定に組み入れた新発債については発行後1ヵ月経過した日の属する月の翌月から（発行後40日程度）売却可能とし、公社債店頭気配の公表という措置がとられた。同時に、対象国債を残存期間2年未満に限定して、第2次ディーリング認可行50行（地方銀行44行のほか外国銀行5行、相互銀行1行）の営業が認められた。以上の85年6月の銀行37行への国債のフル・ディーリング業務の認可との見合いで、言い換えると銀行・証券の業際問題の一括決着措置の一部として、証券会社には有価証券ではない預金証書（CD）の流通取扱が認められたことはすでに指摘した。そのほか、銀行には（従来の「総合口座」に公共債及びそれを担保とした貸付を組み合わせた）公共債総合口座、証券会社には公共債担保極度貸付の取扱が認められた⁽⁴⁶⁾。

シ団金融機関のうち主要な業態が以上のようにして国債のフル・ディーリングを営めるようになり、その流動性は高まった。残された売却制限がさらに緩和され、ディーリング認可金融機関もさらに拡大されねばならない。86年4月商品勘定分については発行日の翌月から（発行後10日程度）、また投資勘定分についても発行後1ヵ月経過した日の属する月の翌月から（発行後40日程度）それぞれ売却が認められ、同6月には信用金庫5庫を含む47行に対し第3次の認可拡大が行われた。そして、翌87年9月には商品勘定分につ

いて制限が撤廃され、投資勘定分についても発行日の翌月には売却可能とされた⁽⁴⁷⁾。

75年度以降の国債の大量発行は以上のとおりその累積につれて流動化圧力を内攻させ、銀行業務と証券業務の分野規制も突き動かされてくる。言い換えると、前項で扱った国債金利の自由化は、いわゆる銀証分離規制の垣根を低くしながら進んだのである。個人部門に国債市場が引き寄せられたことによる。すなわち、まずは80年から証券会社が中期国債を投資信託の商品形態でそこに侵入させ、ついで85年度以降は都市銀行等のシ団金融機関も預金市場に対して長期債を含むすべての国債を投入して、証券会社と同じく国債取扱業務を営むにいたった。

(19) 宮田、前掲「日本銀行信用と資本蓄積（続）」75ページ注(96)。

(20) 前掲『金融』第460号（1985年7月）62ページ。

(21) 同、第349号（1976年4月）82ページ；『日本経済新聞』1976年3月10日。

(22) 『日本経済新聞』1978年9月13日、1980年5月22日。

(23) 同、1981年4月10日。

(24) 前掲『金融』第386号（1979年5月）65—67ページ。その流動化は、譲渡人と譲受人が連名で発行金融機関（発行店）に確定日を付した書面（譲渡通知書）で通知し、当該金融機関は預金証書の提示を受けて、それに確認印を押すという方法で行われる（指名債権譲渡方式）。証券取引法上の有価証券ではないから、譲渡（売買）に当たっても有価証券取引税が課されることはない。

(25) 日本銀行金融研究所編『わが国の金融制度』（日本銀行金融研究所、1986年）179ページ。

(26) 前掲『金融』第458号（1985年5月）74ページ；同、第460号（1985年7月）65ページ。

(27) 当面している時点でいえば、最低発行単位は1億円（85年1月から）、期間は1ヵ月以上1年以内（86年4月から）、発行限度額は自己資本の200%（同）となっている。なお、CD創設後大口の、しかも自由金利の預金商品が導入されるのは、まず85年3月市場金利連動型預金（MMC）、同年10月大口定期預金からである。いずれもCDの場合と同様に段階的に商品性が改善されている（89年6月以後前者は後者に吸収）。

(28) 前掲『金融』第376号（1978年7月）38—39ページ；同、第382号（1979年1月）59ページ；同、第385号（1979年4月）60—61ページ；同、第392号（1979年11月）57ページ；同、第406号（1981年1月）69ページ。

- (29) 『日本経済新聞』1980年12月1日, 1981年4月10日。
- (30) 前掲『金融』第370号(1978年1月)37ページ。
- (31) その間の経過はつぎのとおりである。まず, 77年4月の衆議院大蔵委員会で, 国債を売るかどうかは金融機関が自主的に判断することであり, 大蔵省は売ってはならないとはいってはいないという旨の理財局長の発言があり, 5月に八十二銀行ほか相互銀行数行が特例国債を農林系金融機関に相対取引で売却, 6月に入って都市銀行全行が農林中央金庫との相対取引で, しかも大半は3年後の買戻条件付で売却(対象に建設国債が含まれていたからだと思われる), 7月には都銀3行が特例国債を市場で売却, そして10月まず都銀2行が建設国債を市場売却している(前掲『金融』第363号(1977年6月)53-54ページ;同, 第366号(1977年9月)38-39ページ;同, 第368号(1977年11月)64ページ)。
- (32) 建設国債(10年もの)は60年間で全額現金償還されることを前提に6分の5の借換が認められている(「国債整理基金特別会計法」第5条)のに対し, 特例国債はその収入金が経常支出に当てられるという性格から満期には現金償還されねばならない(各特例法において「国債整理基金特別会計法第5条の規定による償還のための起債は行わないものとする」と規定)。しかも, 前者の借換は事実上強制的に行われてきたから, 期近物のそれは満期到来とともに最長期債に転化するという関係にあり, 強制借換制度はそれが国債の流動化に大きな障害となったために, 廃止された(三井銀行「国債市場の諸問題と今後の国債管理政策」(同編『調査月報』第571号(1983年2月))12-13ページ)。
- (33) 前掲『金融』第371号(1978年2月)66ページ, 及び小島邦夫「債券オペレーションの価格弾力化について」(同)26-29ページ。一種の入札方式というわけは, 単一価格が決まるという点ではダッチ方式と共通するが, 日本銀行が価格をオファーするという点でそれとは異なるからであり, もちろん普通の入札方式(コンベンショナル方式)でもないからである。
- (34) ②は前掲『金融』第371号(1978年2月)66ページ;公社債引受協会編『公社債年鑑』昭和54年版, 1ページ, ③は前掲『金融』第375号(1978年6月)50-51ページ;同, 382号(1979年1月)59ページ;同, 第387号(1979年6月)64ページ, ④は同, 388号(1979年7月)78ページ;同, 397号(1980年4月)67-68ページ, ⑤は大蔵省「国債管理政策について」(5項目対策)(1980年5月21日)『日本経済新聞』1980年5月22日, ⑥は『日本経済新聞』1980年11月15日, ⑦は『日本経済新聞』1981年4月4日。
- (35) 前掲『経済統計年報』1984年, 195, 196ページ。83年3月の国債発行条件の改定ではその応募者利回りは事業債(AA格, 12年もの)の応募者利回り7.821%(同年1月改定)に対し7.857%とされ, 「事国逆転」現象が生まれた。それは同年9月の改定(国債の応募者利回り7.994%, 事業債のそれ7.944%)でも解消せず, 翌10月に両者同率(7.902%)とされた後の11月に前者7.698%, 後者7.700%と改定さ

れるまで続いた（同）。

- (36) 前掲『金融』第395号（1980年2月）74ページ。
- (37) それ（全国銀行協会連合会の反対）を慮ってのことと思われるが、野村投信委託は当初の設定額を100億円としていた（同）。そのうえ、後には広告にも自主規制が求められた。
- (38) 前掲『金融』第411号（1981年6月）95ページ。
- (39) 『日本経済新聞』1981年7月1日、10月24日。
- (40) 前掲『金融』第426号（1982年9月）41-42ページ；前掲・日本銀行編『調査月報』昭和57年11月号、35ページ。
- (41) 前掲『金融』第431号（1983年2月）13-14ページ。
- (42) 『日本経済新聞』1984年10月20日。外国銀行の引受シ団への参加はそれに先立ち、同年4月債から認められていた（前掲『金融』第445号（1984年4月）89-90ページ）。別稿で取り上げる「日米円・ドル委員会」におけるアメリカ側からの金融業務の対外開放要求に応えたものであった（同、第448号（1984年7月）72ページ（表1））。
- (43) 前掲『金融』431号（1983年2月）4-12ページ；同、439号（1983年10月）4-9、64-65ページ；同、447号（1984年6月）63-65ページ；同、449号（1984年8月）；同、第460号（1985年7月）62、64ページ。
- (44) 同、448号（1984年7月）30ページ。その趣旨に即し、大蔵省もディーリングを開始する「銀行等」に対し、投資勘定で保有している債券を投資家に直接売買するのを自粛するよう求めた（『日本経済新聞』1984年6月1日）。
- (45) これに合わせて、フル・ディーリング認可行にはブローカーズ・ブローカーである日本相互証券㈱への参加が認められた。それは公社債のディーラー間売買を専門的に取り次ぐ（売買の仲介業務を専門とする）証券会社（1973年7月設立）だが、これまではそれとの取引は証券会社のみに限定されていた（前掲『金融』第458号（1985年5月）73ページ；同、第460号（1985年7月）63ページ）。
- (46) 前掲『金融』第460号（1985年7月）62-64ページ。
- (47) 同、第469号（1986年4月）84ページ；同、第472号（1986年7月）91-92ページ。

おわりに

76年度以降の国内不均衡は物価の側面でも雇用側面でもより深刻に現れた。卸売物価と消費者物価の乖離はその幅を狭め、中成長期的な国民所得の再配分（平準化）機構として機能するようになっていたのに対し、失業率の上昇は一時的な現象に終わらず、高成長が始まってからはみられなくなっ

ていた高い水準にとどまったままであった。国債が累積していくなかで裁量的な財政政策（財政スパンディング政策）の出番も限られ、雇用創出政策の採用（有効需要創出効果）も限界づけられたからであった。

国債の累積（歳入不足）は中成長期における国内不均衡（雇用の縮小）の財政面への現れであった。本稿ではその金融制度への影響について金利の自由化、金融業務の自由化という点で考察してきた。それゆえここでは示唆するにとどめたが、しかしそれは土地市場を含む擬制資本市場（いわゆる資産市場）においてマネー・ゲームを展開させる一つの基盤ともなっていくことを見逃してはならない。国債保有の中心は金融機関及び事業法人・個人であり、そこには大量の利払い資金が流入することになるからである。それは実体経済（利潤を生み出す資本）に源泉をもつものではなく、その再生産的な性格は実体経済（現実的資本形成）に無縁であるがゆえに、景気が好転してくると、いわゆる資産市場に流入し、そこでキャピタル・ゲインを求めた運動をする本性をもっているからである。中成長期の好況末期（80年代末）に現実化することである。別稿で扱う。その前に、もう1つの不均衡である国際不均衡（経常収支黒字）について、その金融制度への影響（金融の国際化）について論じなければならない。